

# DAS GEPLANTE EUROPÄISCHE ELEKTRONISCHE ZUGANGSPORTAL ZUR VERNETZUNG DER AMTLICH BESTELLTEN SYSTEME NACH DER REVIDIERTEN TRANSPARENZRICHTLINIE

Gisela Heindl

Senior Lecturer, Universität Salzburg, Fachbereich Arbeits- und Wirtschaftsrecht  
Churfürststraße 1, 5010 Salzburg, AT  
gisela.heindl@sbg.ac.at

**Schlagworte:** *Kapitalmarktinformation, elektronisches Zugangportal, amtlich bestellte Systeme, Transparenzrichtlinie, delegierter Rechtsakt, ESMA*

**Abstract:** *Die Transparenzrichtlinie 2004 (RL 2004/109/EG) harmonisiert die Informationspflichten von Emittenten von Aktien und Schuldtiteln in der Europäischen Union. Nach Artikel 21 Abs. 2 der RL haben die Mitgliedstaaten der EU sicherzustellen, dass es in jedem Mitgliedstaat zumindest ein amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung der nach dieser Richtlinie vorgeschriebenen Informationen gibt. Nach Erwägungsgrund 25 der RL geschieht dies in der Absicht, «[so] dass ein europäisches Informationsnetz aufgebaut werden kann.» Dieses Netz soll am 1. Januar 2018 starten. Eine besondere Bedeutung wird dabei dem auf europäischer Ebene vorgesehenen elektronischen Zugangportal zukommen.*

## 1. Einleitung

Die Transparenzrichtlinie 2004 (RL 2004/109/EG)<sup>1</sup> zielt darauf, durch einheitliche Informationsvorschriften für Emittenten von Aktien und Schuldtiteln, deren Wertpapiere an geregelten Märkten gehandelt werden, europaweit ein hohes Ausmaß an Transparenz zu gewährleisten und damit das Vertrauen der Anleger in die europäischen Wertpapiermärkte zu stärken. Durch die Veröffentlichung von sowohl regelmäßigen als auch von anlassbezogenen Finanzinformationen sollen Anleger in die Lage versetzt werden, sich jederzeit ein genaues Bild über die Lage eines Emittenten zu machen. Auf einer solchen Basis können fundierte, d.h. auf verlässlichen Annahmen basierende, gesicherte Anlageentscheidungen getroffen werden.

Die Veröffentlichung der nach der Transparenzrichtlinie zu veröffentlichenden Informationen erfolgt gemäß Art. 21 Abs. 1 der Richtlinie über Medien, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie die Informationen tatsächlich an die Öffentlichkeit in der gesamten Gemeinschaft weiterleiten. Daneben sieht Art. 21 Abs. 1 der Richtlinie vor, dass diese Informationen auch einem amtlich bestellten System zugeleitet werden.<sup>2</sup> In diesem sollen die Informationen zentral gespeichert werden. Nach Art. 21 Abs. 2 der Richtlinie haben die Mitgliedstaaten der Europäischen Union sicherzustellen, dass es in jedem Mitgliedstaat zumindest ein solches amtlich bestellte System für die Speicherung gibt.

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABL L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38.

<sup>2</sup> Zu beachten ist, dass die Zuleitung der Informationen an das amtlich bestellte System nicht deren Veröffentlichung durch den Emittenten ersetzt.

Gemäß Erwägungsgrund 25 der Richtlinie geschieht die Speicherung in amtlich bestellten Systemen in der Absicht, «[so] dass ein europäisches Informationsnetz aufgebaut werden kann». Obwohl bereits in einer entsprechenden Empfehlung der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2007<sup>3</sup> von einer zügigen Einrichtung dieses Netzes gesprochen wurde, hat es bis zur Überarbeitung/Revision der Transparenzrichtlinie im Jahr 2013<sup>4</sup> gedauert, bis ein konkreter Zeitpunkt für die Einrichtung des europäischen Informationsnetzes fixiert worden ist: Es ist dies der 1. Januar 2018.

Nach Art. 21a der revidierten Transparenzrichtlinie soll für die Vernetzung der amtlich bestellten Systeme auf der Ebene der Mitgliedstaaten ein Europäisches Elektronisches Zugangsportal geschaffen werden. Dieses Zugangsportal soll die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (englisch kurz: ESMA) betreiben.

## **2. Technische Regulierungsstandards als besondere Rechtsgestaltungsform im europäischen Kapitalmarktrecht**

Grundsätzlich haben auch im europäischen Kapitalmarktrecht Europäisches Parlament und Rat die legislative Verantwortung inne.<sup>5</sup> Die beiden können der Europäischen Kommission jedoch die Befugnis übertragen, im Wege der delegierten Rechtssetzung nach Art. 290 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union, kurz: AEUV, technische Regulierungsstandards zu erlassen.

Während es delegierte Rechtsakte in mehreren Bereichen des Europarechts gibt, ist das Besondere im Kapitalmarktrecht, dass die Europäische Kommission zwar formal die technischen Regulierungsstandards – wie auch die so genannten technischen Durchführungsstandards – erlässt, diese aber «eigentlich nicht Maßnahmen der Europäischen Kommission, sondern der jeweiligen Aufsichtsbehörde (sind)».<sup>6</sup> Technische Regulierungsstandards und technische Durchführungsstandards sind «Produkte» der Finanz- und Wirtschaftskrise bzw. Instrumente zu deren Bewältigung. Durch sie soll es zu einer Verbesserung der Qualität bestimmter europäischer Rechtsakte kommen.

Anders als technische Durchführungsstandards können technische Regulierungsstandards Abweichungen von legislativen Maßnahmen des Europäischen Parlaments und des Rates treffen, sofern diese Abweichungen nicht grundlegend sind und keine strategischen oder politischen Entscheidungen enthalten.<sup>7</sup> Nach Art. 290 Abs. 2 AEUV haben Europäisches Parlament und Rat die Möglichkeit, einen delegierten Rechtsakt abzulehnen, und damit zu verhindern, dass dieser verbindlich wird. Auch kann die Europäische Kommission ihre Billigung versagen. Die Europäische Kommission soll dies jedoch nur in äußerst begrenzten Fällen und unter außergewöhnlichen Umständen tun, da die Aufsichtsbehörden jene Akteure sind, die sich im engen Kontakt mit den Finanzmärkten befinden und deren Funktionsweise am besten kennen.

Warum einmal ein technischer Regulierungsstandard, ein andermal ein technischer Durchführungsstandard in den Richtlinien und Verordnungen als Rechtsgestaltungsform vorgesehen ist, dann wiederum primär die

---

<sup>3</sup> Empfehlung der Kommission vom 11. Oktober 2007 zum elektronischen Netz amtlich bestellter Systeme für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen gemäß der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, 2007/657/EG, ABl L 267 vom 12. Oktober 2007, S. 16.

<sup>4</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl L 294 vom 6. November 2013, S. 13.

<sup>5</sup> HITZER/HAUSER, ESMA – Ein Statusbericht, BKR 2015, S. 55.

<sup>6</sup> KALSS/OPPITZ/ZOLLNER, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 1 Rn. 62.

<sup>7</sup> Art. 290 Abs. 1 AEUV spricht von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung zur Ergänzung und *Änderung* bestimmter nicht wesentlicher Vorschriften des betreffenden Gesetzgebungsaktes.

Kommission zu agieren hat, erschließt sich selbst dem rechtskundigen Rechtsanwender nicht ohne weiteres.<sup>8</sup>

Technische Regulierungsstandards sind bereits in einigen Fällen vorgesehen. Es bedarf dazu einer ausdrücklichen Ermächtigung in einem zugrundeliegenden Rechtsakt des Europäischen Parlaments und des Rates. Der zugrundeliegende Rechtsakt ist zunächst die Verordnung, mit der die jeweilige Aufsichtsbehörde eingerichtet worden ist. So nennt die für die ESMA maßgebliche Verordnung (EU) Nr. 1095/2010<sup>9</sup> etwa die Transparenzrichtlinie als einen jener Bereiche, in welchem technische Regulierungsstandards erlassen werden können. Die konkreten Angelegenheiten, zu denen technische Regulierungsstandards erlassen werden können, werden dann in der jeweiligen Richtlinie genannt.

### **3. Der technische Regulierungsstandard zur Schaffung des Europäischen Elektronischen Zugangsportals**

#### **3.1. Zeitlicher Ablauf**

Die ESMA hat im Dezember 2014 einen Entwurf für einen technischen Regulierungsstandard für das Europäische Elektronische Zugangportal (englisch: kurz EEAP) vorgelegt<sup>10</sup> und dazu eine öffentliche Konsultation durchgeführt. Diese öffentliche Konsultation dauerte bis inkl. 30. März 2015. Zudem hat die ESMA eine Kosten-Nutzen-Analyse in Auftrag gegeben. Aufgrund der Rückmeldungen im Rahmen der öffentlichen Konsultation und der Kosten-Nutzen-Analyse hat die ESMA ihren Entwurf überarbeitet bzw. fertiggestellt und der Europäischen Kommission übermittelt.<sup>11</sup>

Vom Zeitpunkt des Erhalts des Entwurfs gerechnet hat die Europäische Kommission gemäß Art. 10 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 drei Monate Zeit, um den Entwurf der ESMA abzulehnen oder Verbesserungen von der ESMA zu verlangen. Da es sich um einen Entwurf eines technischen Regulierungsstandards handelt, ist der Entwurf auch dem Europäischen Parlament und dem Rat übermittelt worden, da diese Institutionen den Rechtsakt durch ihr Veto verhindern können. Diese Institutionen haben für ihre Ablehnung ebenfalls drei Monate Zeit; eine einmalige Verlängerung der Frist für das Europäische Parlament und den Rat um weitere drei Monate ist gemäß Art. 27b der revidierten Transparenzrichtlinie möglich.

Erfolgen keinerlei Einwände, dann wird der Entwurf der ESMA von der Europäischen Kommission als verpflichtender technischer Regulierungsstandard im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht.<sup>12</sup>

#### **3.2. Inhalt**

Was der Inhalt des technischen Regulierungsstandards zur Schaffung des Europäischen Elektronischen Zugangsportals sein soll, ergibt sich aus Art. 22 Abs. 1 der revidierten Transparenzrichtlinie. Dieser Absatz lautet:

---

<sup>8</sup> «It is often not clear, why one form is used over another» (MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation<sup>3</sup>, S. 925 (2014)).

<sup>9</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl L 331 vom 15. Dezember 2010, S. 84.

<sup>10</sup> ESMA, Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on European Electronic Access Point (EEAP), 19. Dezember 2014, ESMA/2014/1566 (abrufbar unter [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1566\\_consultation\\_paper\\_on\\_the\\_draft\\_rts\\_on\\_the\\_eeap.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1566_consultation_paper_on_the_draft_rts_on_the_eeap.pdf)).

<sup>11</sup> ESMA, Final Report: Draft Regulatory Technical Standards on European Electronic Access Point (EEAP), 29. September 2015, ESMA/2015/1460 (abrufbar unter [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1460\\_-\\_esma\\_final\\_report\\_on\\_draft\\_rts\\_on\\_eeap.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1460_-_esma_final_report_on_draft_rts_on_eeap.pdf)).

<sup>12</sup> MOLONEY, The European Securities and Markets Authority: a perspective from one year on, ZÖR S. 75 (2013), hat für das gesamte erste Jahr des Bestehens der ESMA keinen einzigen Fall eines Vetos durch das Europäische Parlament oder den Rat gegen einen technischen Regulierungsstandard festgestellt.

«(1) ESMA erarbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards mit technischen Anforderungen an den Zugang zu vorgeschriebenen Informationen auf Unionsebene, um Folgendes festzulegen:

- a) die technischen Anforderungen an die von in Artikel 21 Absatz 2 genannten Systemen<sup>13</sup> genutzten Kommunikationstechnologien;
- b) die technischen Anforderungen für den Betrieb des zentralen Zugangsportals für die Suche nach vorgeschriebenen Informationen auf Unionsebene;
- c) die technischen Anforderungen der Verwendung einer eindeutigen Kennung für jeden Emittenten durch die in Artikel 21 Absatz 2 genannten Systeme;
- d) das gemeinsame Format für die Bereitstellung vorgeschriebener Informationen durch die in Artikel 21 Absatz 2 genannten Systeme;
- e) die gemeinsame Klassifizierung vorgeschriebener Informationen durch die in Artikel 21 Absatz 2 genannten Systeme und die gemeinsame Liste von Arten vorgeschriebener Informationen.»

Die ESMA zeigt sich in dem vorgelegten Entwurf insgesamt zurückhaltend. Zum einen möchte sie möglichst wenig in die bereits bestehenden amtlich bestellten Systeme zur Speicherung der nach der Transparenzrichtlinie zu veröffentlichenden Informationen auf Ebene der Mitgliedstaaten eingreifen, sondern auf diesen Systemen aufbauen.<sup>14</sup> Zum andern hält die ESMA konkrete Festlegungen in einigen Bereichen noch für verfrüht.<sup>15</sup>

Das Europäische Elektronische Zugangsportale wird nach den Vorstellungen der ESMA aus zwei Komponenten bestehen: Zum einen aus einem zentralen Webportal mit einer Suchmaschine, zum anderen aus den technischen Verbindungen zu den amtlich bestellten Systemen auf Ebene der Mitgliedstaaten. «Both components are critical to ensure the correct functioning of the EEAP.»<sup>16</sup>

Dabei wird eine Suche nach Informationen über einen Emittenten für einen Nutzer nicht bloß über das Europäische Elektronische Zugangsportale, sondern weiterhin auch über die amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten möglich sein. Zwar wurde diskutiert, ob die nationalen Systeme nicht zugunsten eines einzigen gemeinsamen europäischen Speichersystems abgeschafft werden sollten. Letztendlich hat man sich aber für die Beibehaltung der bestehenden Systeme entschieden.<sup>17</sup> Es soll jedoch zu einer Vernetzung via Europäisches Elektronisches Zugangsportale kommen. Eine Speicherung der nach der Transparenzrichtlinie zu veröffentlichenden Informationen (Jahresfinanzberichte, Halbjahresfinanzberichte etc.) soll weiterhin ausschließlich in den amtlich bestellten nationalen Systemen erfolgen.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die angedachte Konzeption des Europäischen Elektronischen Zugangsportals und das Verhältnis zu den amtlich bestellten Systemen auf Ebene der Mitgliedstaaten:

---

<sup>13</sup> Gemeint sind die amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten. Diese werden Englisch als Officially Appointed Mechanisms, kurz: OAMs, bezeichnet.

<sup>14</sup> Diese Systeme bestehen ja bereits seit der jeweiligen nationalen Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2004, also zumeist seit dem Jahr 2007. – «ESMA is aware that OAMs may be using different technologies» (ESMA, Final Report [FN 11], Pkt. 91, S. 23).

<sup>15</sup> «The draft RTS are the basis for technical specifications which will be decided in cooperation with the OAMs once the implementation phase starts» (ESMA, Final Report [FN 11], Pkt. 18, S. 8).

<sup>16</sup> ESMA, Consultation Paper [FN 10], Pkt. 86, S. 28.

<sup>17</sup> GUGGENBERGER, Die neue Transparenz-Richtlinie 2013/50/EU – Erweiterte Transparenzanforderungen für börsennotierte Unternehmen, RWZ S. 153 (2014).

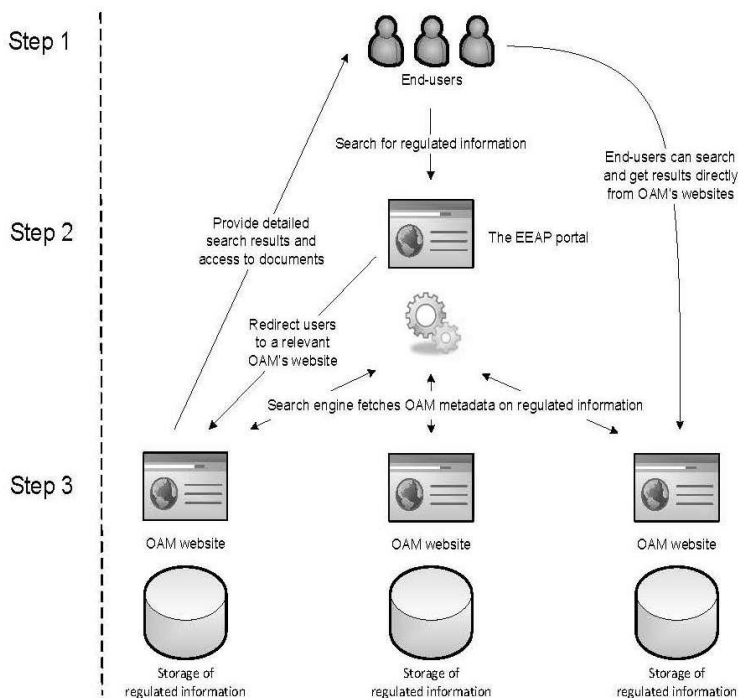


Abbildung: Europäisches Elektronisches Zugangportal aus der Sicht der Endanwender<sup>18</sup>

Das Europäische Elektronische Zugangportal wird somit die amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht ersetzen, sondern lediglich einen zusätzlichen Zugang zu den nach der Transparenzrichtlinie von Emittenten von Aktien oder Schuldtiteln zu veröffentlichenden Informationen eröffnen.<sup>19</sup> Eine Duplikation von Datenbeständen wird nicht passieren. Damit entfällt der Bedarf für eine kontinuierliche Synchronisation großer Datenbestände.

Die Suche via Europäisches Elektronisches Zugangportal wird nicht die gesuchten Dokumente, sondern lediglich Hyperlinks liefern, die zu diesen Dokumenten führen. Für die Bereitstellung des Suchergebnisses wird die ESMA als Betreiberin des Europäischen Elektronischen Zugangsportals von den Endnutzern kein Entgelt verlangen. Ob die Betreiber der amtlich bestellten Systeme für aufgerufene Dokumente von den Endnutzern Entgelt verlangen, bleibt diesen überlassen. Keinesfalls dürfen die Betreiber der amtlich bestellten Systeme jedoch der ESMA Gebühren für die Bereitstellung der für das Funktionieren der Suchmaschine notwendigen Metadaten in Rechnung stellen.<sup>20</sup>

Die Verbindung zwischen dem Europäischen Elektronischen Zugangportal und den amtlich bestellten Systemen soll zunächst mittels HTTPS-Protokolls erfolgen. Datensicherheit und Datenintegrität müssen garantiert

<sup>18</sup> Abbildung entnommen: ESMA, Final Report [FN 11], S. 7.

<sup>19</sup> «The EEAP will not replace existing OAMs in storing regulated information, but rather provide an additional way of access to the information that is already stored and enabled to end users by OAMs» (ESMA, Final Report [FN 11], Pkt. 12, S. 7). Ein zentraler Vorteil des Europäischen Elektronischen Zugangsportals für den Endnutzer liegt darin, dass der Nutzer nicht wissen muss, in welchem der amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten die Informationen zu einem bestimmten Emittenten gespeichert sind.

<sup>20</sup> Erwägungsgrund 7 des Entwurfs der ESMA (ESMA, Final Report, [FN 11], S. 76).

werden. Die ESMA und die Betreiber der amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten sollen aber gemeinsam an einer Alternative zu HTTPS arbeiten und für den Einsatz dieser Alternative einen Zeitplan entwickeln.<sup>21</sup>

Sowohl die ESMA als Betreiberin des Europäischen Elektronischen Zugangsportals als auch die Betreiber der amtlich bestellten Systeme werden einen Service Support anbieten müssen. Dabei beabsichtigt die ESMA nicht, den Service Support, den die amtlich bestellten Systeme bereits gegenwärtig anbieten, zu ändern. Vielmehr geht es um die Frage, welchen Support die ESMA den Endkunden anbieten wird, sowie um die Frage, welchen Support die ESMA den amtlich bestellten Systemen leisten soll und welchen Support diese der ESMA. Dieser wechselseitige Support bezweckt die Verbindung zwischen dem Europäischen Elektronischen Zugangsportals und den amtlich bestellten Systemen auf Ebene der Mitgliedstaaten sicherzustellen. Die Ausführungen der ESMA dazu sind knapp: ein Support wird innerhalb der Dienstzeiten der ESMA bzw. innerhalb der Dienstzeiten der Betreiber der amtlich bestellten Systeme erfolgen. Insgesamt soll das Europäische Elektronische Zugangsportals eine Verfügbarkeit von 95% aufweisen, ebenso hoch soll die Verfügbarkeit der Abfrage des Datenbestandes eines amtlich bestellten Systems via Europäisches Elektronisches Zugangsportals sein.<sup>22</sup>

Mittels Europäisches Elektronisches Zugangsportals soll nach dem Namen eines Emittenten, nach dessen eindeutiger Kennung<sup>23</sup>, nach seinem Heimatstaat und nach der Art der vorgeschriebenen Information gesucht werden können. Eine Suche nach dem Wirtschaftszweig, welchem der Emittent angehört, wird nicht möglich sein, obwohl die ESMA eine solche Suchmöglichkeit grundsätzlich für nützlich hält. Die ESMA begründet dies damit, dass der Wirtschaftszweig nicht schon zu den nach der Transparenzrichtlinie vorgeschriebenen Informationen zählt, somit nicht in den amtlich bestellten Systemen bei den einzelnen Emittenten bereits vorhanden ist.<sup>24</sup>

#### **4. Schlussbemerkung**

Die geplante Vernetzung der amtlich bestellten Systeme auf Ebene der Mitgliedstaaten via Europäisches Elektronisches Zugangsportals ist sinnvoll. Auch wenn sich die ESMA in ihrem Entwurf für einen technischen Regulierungsstandard teilweise zurückhaltend zeigt, wird die Vernetzung doch zu Vereinheitlichungen führen. Von dem Speichersystem mit zentraler Suchmaschine auf europäischer Ebene werden nicht nur Investoren und Finanzanalysten, sondern auch die Wissenschaft profitieren.

#### **5. Literaturverzeichnis**

GUGGENBERGER, ELENA, Die neue Transparenz-Richtlinie 2013/50/EU – Erweiterte Transparenzanforderungen für börsennotierte Unternehmen, RWZ 2014, S. 151-154,

HITZER, MARTIN/HAUSER, PATRICK, ESMA – Ein Statusbericht, BKR S. 52-60 (2015).

KALSS, SUSANNE/OPPITZ, MARTIN/ZOLLNER, JOHANNES, Kapitalmarktrecht – System, 2. Auflage, Linde, Wien (2015).

MOLONEY, NIAMH, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Auflage, Oxford University Press (2014).

MOLONEY, NIAMH, The European Securities and Markets Authority: a perspective from one year on, ZÖR S. 59-85 (2013).

---

<sup>21</sup> Artikel 2 Abs. 1 und 2 des Entwurfs der ESMA (ESMA, Final Report [FN 11], S. 77).

<sup>22</sup> Artikel 2 Abs. 5 und Artikel 5 Abs. 1 des Entwurfs der ESMA (ESMA, Final Report [FN 11], S. 77 f).

<sup>23</sup> Vorgesehen ist der Legal Entity Identifier, kurz: LEI. Dabei handelt es sich um eine global eindeutige Kennung von Rechtsträgern. Zum LEI existiert die ISO 17742. Die auf einem technischen Entwurf der ESMA basierende delegierte Verordnung (EU) 2015/2 der Kommission sieht die Verwendung des LEI in einem anderen Bereich bereits vor.

<sup>24</sup> «It is not justified to set out a search criterion based on information that is not available on the OAMs as the implementation costs will outweigh the expected benefits» (ESMA, Final Report [FN 11], Pkt. 39, S. 13 f).